

学校编码: 10384

分类号____密级____

学号: 15620121151973

UDC____

厦门大学

硕 士 专 业 学 位 论 文

从新股改革视角研究创业板 IPO 超募现象

Research on IPO'S ultra-raised Phenomena of GEM
from the Perspective of IPO Reform

张晓斌

指导教师(校内): 戴淑庚 教授

指导教师(校外): 王 雯 博士

专业学位名称: 金融硕士

论文提交日期: 2014 年 10 月

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席:

评阅人:

2014 年 10 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

新股发行关系到整个资本市场的长期可持续发展，作为资本市场的基础性制度之一，它不仅影响着证券的发行价格，还制约着发行市场整体的估值水平。新股发行定价是新股发行中最重要、最核心的环节，创业板从2009年10月30日首批28家上市公司IPO(Initial Public Offering)，至2014年9月30日，已有398家上市公司IPO。作为新兴加转轨的资本市场，我国新股发行一直存在三高（高发行价、高超募率、高市盈率）现象。2013年11月30日，中国证监会启动A股历史上第四次新股发行体制改革。此次新股发行定价通过询价阶段剔除网下申购最高价10%的部分、发行市盈率管制等措施抑制新股发行价格偏高，从而抑制上市公司IPO超募。

IPO超募是指上市公司在首次公开募股中实际资金超过投资项目计划所需资金，出现资金过度配置。这种资源错配会影响上市公司使用资金效率，从而影响上市公司业绩。IPO超募与社会资源优化配置背道而驰，也给上市公司经营管理带来不利影响，因此，本次新股改革十分重视超募问题。从奥赛康、慈铭体检等新股暂缓发行到华懋科技、重庆燃气由于发行市盈率高于行业市盈率导致推迟发行，都体现监管层对IPO超募现象的重视。

本文首先阐述 IPO 超募理论：IPO 定价理论、信息不对称理论、行为金融学理论等进行阐述。IPO 超募率是由实际募集资金与计划募集资金决定的。接着，本文介绍了创业板创立以来超募情况以及针对超募为监管核心的 2014 年新股改革。本文又以创业板首批上市公开披露数据及案例分析超募对上市公司的危害，从发行制度、询价制度、发行人、承销商、投资者、市场因素等六个方面分析超募的原因。

在理论分析和案例分析基础上，研究超募率与上市公司经营业绩的关系是本文一个重点，本文选择 2009 年 10 月 30 日创业板开板至 2014 年 1 月新股改革上市共 376 上市公司为样本进行实证，研究上市公司 IPO 超募与经营业绩的关系。以 IPO 超募率为自变量，用权益净利率指标衡量公司经营业绩，以上市后每股收益和上市后收入增长率作为控制变量，以 2014 年新股改革作为虚拟变量构造回归模型研究其对公司上市后的绩效带来的影响。研究结果表明：超募率与权益净利率存在明显的负相关关系，因此，以发行市盈率不超过行业市盈率，控制发行定价，控制超募的监

管思路仍然符合目前我国资本市场的现状。

在实证结果的基础上，结合我国新股发行的实际情况，本文提出对新股改革提出以下政策建议：第一，新股发行定价还需一定政策干预；第二，改革新股询价制度，加强参与询价投资者高报价的监管及处罚；第三，新股发行环节要公开透明，加强新股发行承销调查；第四，加快多层次资本市场建设；第五，稳步推进注册制，第六，严格执行退市制度，加大对造假公司的惩罚力度；第七，加大对上市公司的财务核查；第八，IPO 超募部分不允许承销商提成。

关键词：新股发行改革；创业板；IPO超募

ABSTRACT

The issue of new shares is related to the long-term sustainable development of the capital market, as one of the basic system of capital market, it not only affects the securities issue price, but also restricts the whole issue of the market valuation of the level of. IPO pricing is in the most important and critical link. From October 30, 2009 the first batch of 28 listing Companies IPO (Initial Public Offering), to September 30, 2014, 398 listing Companies have raised funds. As an emerging and transitional capital market, IPO in China has been the existence of three high (high issue price, high ultra-raised rate, high price-earnings ratio) phenomena. In November 30, 2013, China Securities Regulatory Commission issued IPO reform restart. with the logo "on further advancing the IPO System Reform Opinions". The pricing inquiry stage by eliminating the net purchase price of 10% parts, controlling the price earnings ratio , the IPO price is restricted on the high side, thereby inhibiting the listing Companies IPO ultra raised.

Ultra raised refers to funds of listing Companies required of the actual funds appear excessive. This misallocation of resources will affect the listing Companies using capital efficiency, thus affecting the listing Companies' performance. The listing Companies disclosing the use of ultra-raised funds brings adverse effect, therefore, this new reform attaches great importance to the ultra raised questions. From Aosaikang pharmaceutical Limited, Ciming checkup are suspended IPO to Huamao technology, Chongqing gas since the issuance price earnings ratio is higher than the industry earnings lead to postpone the issue, all reflect the supervision pay great attention to the phenomena of ultra raised.

This paper firstly elaborated the IPO ultra-raised theories: IPO pricing theory, asymmetric information theory, behavioral finance theory. Ultra-raised rate is determined by the actual raised funds and funds to plan. Then, the paper introduce the statistics of ultra-raised funds in GEM and IPO reform in 2014. Next, the article studies the harm and causes of ultra raised taking disclosure of data and cases of the first listed on GEM. The causes of ultra raised include six aspects: the system of issuing new shares 、 inquiry system、 the issuers, underwriters, investors, and market.

Based on theoretical analysis and case analysis, to study the relationship between ultra-raised rate and listing companies operating performance is an emphasis of this paper, this paper select 376 listing companies having issued new share from October 30, 2009 to

2014 January as samples and analyses the relationship between ultra-raised rate and operating performance. The research results show that: there is a negative correlation. Therefore control the pricing issue, the idea of supervision control over raised still in line with the current situation of China's capital market.

On the basis of empirical results, combined with China's actual situation of new shares issued, and puts forward relevant policy suggestions of this paper: first, the IPO pricing also needs certain policy interventions; second, the reform of IPO inquiry system, strengthen the participation and supervision and punishment inquiry investors high quoted price; third, the issue of new shares links must be open and transparent, strengthen the IPO underwriting investigation; fourth, to speed up construction of a multi-level capital market; fifth, the strict implementation of the delisting system, increasing penalties for fraud; sixth, increase the listing Companies' financial verification; seventh, IPO ultra part does not allow underwriter commission.

Key words:The IPO Reform; The Growth Enterprise Market(GEM); IPO Ultra Raised

目 录

导论	1
一、选题背景及意义	1
二、研究思路与方法	2
三、本文的框架结构	3
四、本文的特色与不足	4
第一章 理论基础及文献综述	5
第一节 IPO 超募理论基础	5
一、IPO 定价理论	5
二、信息不对称理论	6
三、行为金融学理论	7
四、公司治理理论	8
第二节 文献综述	8
一、国外文献综述	8
二、国内文献综述	9
第二章 创业板上市公司超募统计及严控超募的新股改革	12
第一节 创业板上市公司超募情况	12
一、创业板上市公司超募统计	12
二、2009 年至 2014 年创业板 IPO 募集资金的统计分析	14
第二节 以严控超募为核心的 2014 年新股改革	15
一、2014 年新股改革后我国新股发行制度	15
二、2014 年新股改革方向、目标	16
三、2014 年 1 月创业板首批上市公司 IPO 募集资金情况	17
四、2014 年新股改革总体上控制了超募，但是否实质控制超募有待观察	18
第三章 超募的危害和原因分析	20
第一节 超募的危害	20
一、无法优化社会资源配置	21

二、对上市公司发展不利.....	23
三、超募损害中小投资者利益.....	24
四、超募资金使用未能有效监管.....	24
第二节超募的原因分析.....	25
一、我国新股发行制度不合理.....	25
二、我国 IPO 询价制度缺陷.....	25
三、发行人.....	25
四、承销商.....	26
五、投资者.....	26
六、市场因素.....	27
第四章 IPO 超募影响公司业绩的表现形式.....	28
一、超募资金闲置，影响公司资金利用效率并导致投资不足.....	28
二、超募资金可能促使公司投资过度并导致经营风险上升.....	28
三、超募资金有可能促使公司高管离职.....	29
第五章 IPO 超募率与公司业绩的实证研究.....	30
一、实证设计.....	30
二、样本选取与数据.....	30
三、超募对上市公司经营业绩影响模型.....	30
四、变量说明.....	31
五、描述性统计.....	32
六、模型的回归结果及分析.....	33
七、主要结论.....	35
第六章 完善新股改革的对策建议.....	36
一、监管层对新股发行市盈率的窗口指导应符合我国资本市场的现状.....	36
二、加快多层次资本市场建设.....	36
三、稳步推进注册制.....	37
四、严格执行退市制度，加大对造假上市公司的惩罚力度.....	37
五、改革新股询价制度，加强参与询价投资者高报价的监管及处罚.....	38

六、新股发行环节要公开透明，加强新股发行承销调查.....	38
七、加大上市公司财务核查.....	39
八、IPO 超募部分不允许承销商提成.....	40
参考文献.....	41
致 谢.....	43

CONTENTS

Introduction.....	1
1Research background and significance.....	1
2Research ideas and methods.....	2
3The structure of the paper.....	3
4Innovation and deficiencies.....	4
Chapter1 The theory foundation and literature review.....	5
1.1 The theoretical basis of IPO Ultra raised.....	5
1.1.1 Theory of IPO pricing.....	5
1.1.2 Theory of information asymmetry.....	6
1.1.3 Theory of behavioral finance	7
1.1.4 Theory of corporate governance.....	8
1.2 Literature review.....	8
1.2.1 Literature of foreign research.....	8
1.2.2 Literature of domestic research.....	9
Chapter 2The statistics of ultra-raised funds in GEM and IPO reform in 2014.....	12
2.1 The statistics of ultra-raised funds in GEM.....	12
2.1.1 The statistics of ultra-raised funds in GEM.....	12
2.1.2 Statistical analysis of the funds IPO raised in GEM from 2009 to 2014.....	14
2.2Control the ultra-raised funds as the core of IPO reform in 2014.....	15
2.2.1 China's system of issuing new shares after 2014 IPO reform.....	15
2.2.2 The direction and target of IPO reform in 2014.....	16
2.2.3 The status of IPO raised in GEM In 2014 January.....	17
2.2.4 The IPO reform in 2014 control ultra-raised on the whole, but substantial control ultra-raised remains to be seen.....	18
Chapter3Analysis of reasons and harm of ultra raised.....	20
3.1 The harm of ultra raised.....	20
3.1.1 Not to Optimize the allocation of social resources.....	21
3.1.2 Unfavorable development of listing Companies.....	23
3.1.3 Damage the interests of small investors.....	24

CONTENTS

3.1.4 The failure to monitor the funds ultra raised.....	24
3.2 Analysis of the causes of ultra raised.....	25
3.2.1 China's system of issuing new shares is not reasonable.....	25
3.2.2 Defects in the IPO inquiry system in China.....	25
3.2.3 Publisher.....	25
3.2.4 Underwriter.....	26
3.2.5 Investor.....	26
3.2.6 Market.....	27
Chapter 4 The forms of ultra raised effects performance.....	28
4.1 Ultra raised affect the company's funds utilization efficiency and lead to the lack of investment.....	28
4.2 Ultra raised for excessive investment and lead to a rise in the risk of enterprises.....	28
4.3 Ultra raised may induce executives to quit the cash.....	29
Chapter 5 Empirical research on IPO ultra rate and the performance of the company.....	30
5.1 Empirical design.....	30
5.2 Sample selection and data.....	30
5.3 Model of ultra raised effect operating performance of the listing Companies.....	30
5.4 The description of Variables.....	31
5.5 Descriptive statistics.....	32
5.6 The results of the regression model and analysis.....	33
5.7 The main conclusion.....	35
Chapter 6 Policy and suggestion to improve the IPO reform.....	36
6.1 The supervising of the IPO price earnings ratio is in line with the status of China's capital market.....	36
6.2 The reform of IPO inquiry system, strengthen the participation of investors and supervision and punishment investors high quotation inquiry.....	36
6.3 The issue of new shares links must be open and transparent, strengthen the IPO underwriting investigation.....	37
6.4 To speed up construction of a multi-level capital market.....	37
6.5 Steadily promoting the registration system.....	38

CONTENTS

6.6 Strict implementation of the delisting system, increase penalties for fraud listing Corporation.....	38
6.7 Increase the listing Companies' financial verification.....	39
6.8 IPO ultra raised does not allow underwriter Commission.....	40
References.....	41
Acknowledgement	43

导论

一、选题背景及意义

目前我国经济正处于转型关键时期，创业板以机制创新带动科技创新、文化创新，打造以创新为动力的中国经济，促进创新型企业发展，是我国多层次资本市场一个重要组成部分，但创业板自2009年10月启动以来，新股发行中“高发行价、高市盈率、高募集资金”的三高现象饱受诟病。

2013年，党的十八届三中全会通过了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出了“推进股票发行注册制改革”，2013年11月30日，中国证监会启动A股历史上第四次新股发行体制改革，为解决新股发行三高问题，此次新股改革在定价机制和发行市盈率监管上进行改革，严控发行市盈率和发行价格，严控超募：在询价阶段，发行人和主承销商需剔除网下报价最高部分的申购量不低于总申购量的10%再确定发行价格；在发行市盈率监管上，发行市盈率一般不高于行业市盈率。

在此次新股改革发行开始不久出现的奥赛康事件。江苏奥赛康药业股份有限公司发行价格72.99元的价格，发行市盈率67倍，高于创业板医药制造业平均约55倍的静态市盈率，该公司宣布只募集新股约1186万股，同时由公司原控股股东向公众转让约4360万。奥赛康新股发行违背了监管层发行市盈率一般不高于行业市盈率，严控超募的政策取向，并导致IPO暂缓。

2014年1月12日晚间，为进一步加强首次公开发行股票过程监管，证监会发布《关于加强新股发行监管的措施》。证监会要求若发行人应依据证监会要求确定所属行业，在新股发行定价中发行市盈率应选取中证指数有限公司发布的最近一个月静态平均市盈率为参考依据。发行人如拟定的发行价格（或发行价格区间上限）对应的市盈率高于同行业上市公司二级市场平均市盈率，发行人和主承销商应在网上申购前三周内连续发布投资风险特别公告，提请投资者关注投资风险，审慎研判发行定价的合理性，理性作出投资决策。^①证监会出手干预，虽然带有明显的行政调控色彩，但在市场失灵时的行政调控无可厚非。

IPO超募是指上市公司在首次公开募股中实际资金超过投资项目计划所需资金，

^①本论述概括自顾鑫.证监会加码 IPO 过程监管 多家公司暂缓发行[N].中国证券报，2014-01-13

出现资金过度配置。而实际募集资金额度又与发行定价、发行市盈率直接联系。因此，借鉴监管者对新股定价即严控IPO超募的监管思路，本文从超募的理论、危害、原因等进行分析，实证研究创业板上市公司与经营业绩的关系，具有较强的理论意义和现实意义。

从理论意义上讲，新股发行定价是新股发行中最重要、最核心的环节，新股发行定价时在不完全信息下的多个市场主体多方博弈的结果，其定价的高低将直接影响到市场主体的切身利益。IPO超募与IPO定价理论、信息不对称理论、行为金融学理论直接联系，但我国资本市场作为新兴加转轨的资本市场，与国外开放的资本市场，既有共性又有极大的个性，因此，上述理论对我国资本市场的现实情况具有借鉴意义。

从现实意义上看，我国经济目前正处于转型阶段，创业板是我国政府大力推进节能环保、信息技术、生物科技、生物制药、高端装备制造、新能源、新材料等七大战略性新兴产业的主要上市地，通过研究IPO超募与创业板上市公司业绩问题进而对此次新股改革提出建议和意见，具有较强的现实意义。

二、研究思路与方法

（一）本文的研究思路：**1、提出问题：（1）2014 年新股改革监管层为什么要严控超募？（2）超募有什么危害？2、分析问题：（1）在制度层面上和发行人、承销商、投资者等方面寻求超募的原因。（2）实证研究我国创业板上市公司 IPO 超募与经营业绩的关系；3、解决问题：以超募为核心监管思路对新股改革提出建议。**

（二）方法

1、首先，采用规范分析和实证分析相结合的方法。既有分析 IPO 超募理论和案例，又以实证检验的方法验证 IPO 超募对上市公司业绩的负面影响。

2、其次，在分析创业板超募现状以数据采用了定量分析与定性分析相结合的方法，并用列表法及图表法更直观地对资金募集状况进行了描述。在分析创业板 IPO 超募的原因时，以创业板 2009 年首批上市公司数据为基础，先对数据进行统计分析，再以数据背后隐藏的上市公司超募情况以案例分析形式加以论证。

3、最后，在理论分析和案例分析基础，通过实证检验方法验证了超募率对上市公司的负向影响，并以此得出结论。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库